中央大学経済研究所年報　第53号(Ⅰ)(2021) pp. 81-109

大量の国債と日本銀行

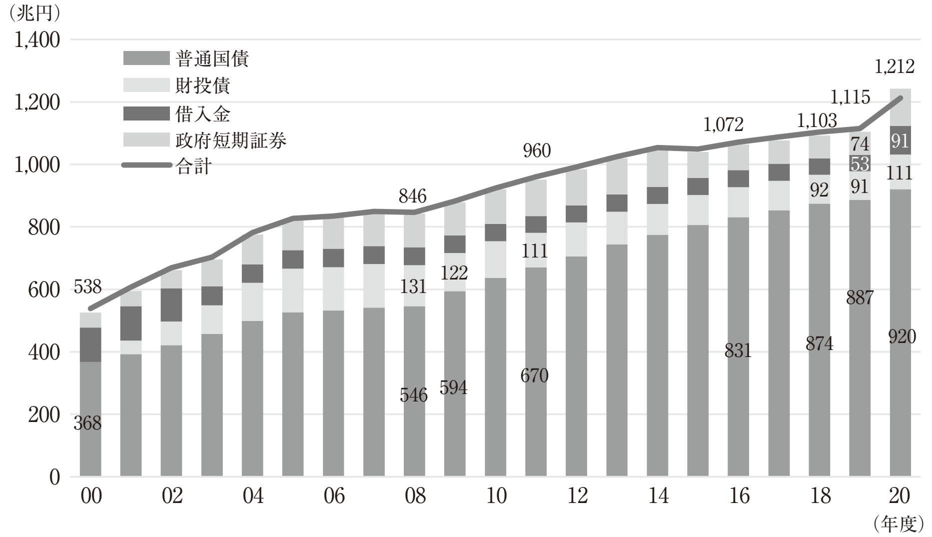
金　子　貞　吉

本稿の趣旨は，巨額な国債がどのような仕組みで発行されているか，その特徴を編年的に析出し，それに日本銀行がどのように係わっているかを分析して，日本的な国債発行方式の特性を明らかにすることである。まず，国債の現況がいかに不合理な累積になっているか，諸財政統計から数量的に明らかにし，また諸外国と異次元に大量の国債発行ができている実態を比較した。第2に，毎年度の大量の国債発行がどのように消化されているか，日本的な仕組みを解説した。日本の金融制度と整合性を図り，国債を市場隔離型に管理する方法として，引受シンジケート団を組織し，市中銀行に国債を満期まで保有させる方法をとった。それが，金融市場の発達する過程で，ディーリングを認めざるをえなくなる。ついで金融自由化の時代になると，プライマリー・ディーラー制度へ改変されるその過程を明らかにした。第3に，国債の保有主体がその保有額を変えたところを析出し，国債消化の困難や限界をみた。第4は，大量国債を継続できる仕組みが，日本的な国債償還制度にあることを分析した。第5は，第2次安倍政権になって，国債に日本銀行が係わってくると，それがどのような状況を生んでいるかを論じた。財政法第5条で国債の日銀引き受けが禁止されているので，日銀の国債引受は違法であるから，さすがにそこまでは踏みきっていない。その代わりに，金融機関が引き受けた国債を時間をおかずに，買いオペレーションで引き取る手法で，日銀引受と同じような擬制的な対応をとっている。それと，日銀のデフレ対策のQQEと関連して，日銀に大量の国債が保有されている実態を明らかにした。そこから市中銀行等の信用創造に代わって，日銀が歯止めなく信用膨張を続けている実態を明らかにした。いまや，日銀のQQEは出口を見つけ出せない失策となっている。マネー経済化の状況で，世界での予期せざる経済変動が起きようものなら，それに対応できない状況になっていると結論した。

1．国債現況

国債とは一般会計で歳入となる発行を公債金といい，歳出での支出は国債費と分けて使っている。国の借入債券は国債といっているので，歳入か歳出か紛らわしいが，国債発行というのは公債金収入で，歳入の範疇である。ただし，その経理処理は別で，後述するように「特別会計」で処理される。つぎに国債残高というときには，償還が終わっていない政府債務残

図１　政府債務残の推移



（注）　合計が４項目の合計と一致しないのは，その他を除いているからである。
　　　横軸は，グラフ上に指摘がなければ，すべて年度としている。ただし，2020年度はまだ統計値が公表されていないので，2020年末の数値である。以下同。

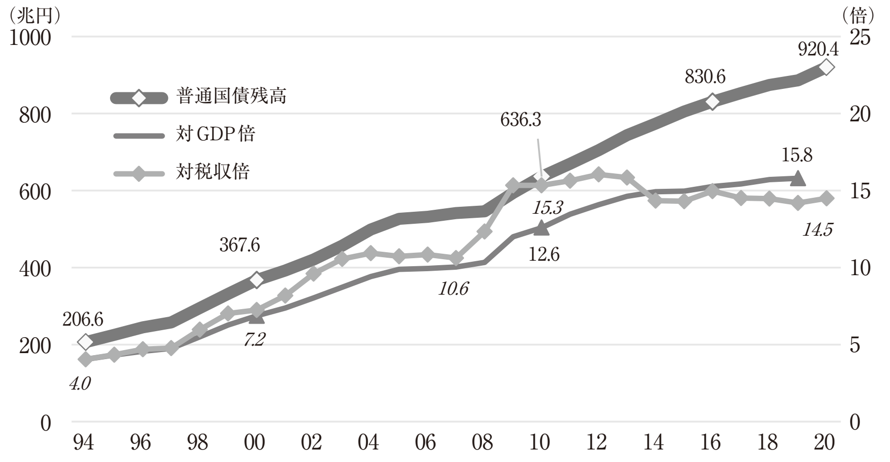
（出所）　財務省 HP「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」，「財政関係基礎データ」

額である。

政府の債務は種々あるが，このうち政府短期証券は年度内に清算されるので，長期債務として考える必要はない。また，このほかに「政府保証債務」があるが，これも中央政府が直接負う債務ではないので，長期債務から除外してよい。こうした，普通国債＋財政投融資債＋借入金＋その他（交付国債等）の合計を政府債務として，その残額がどのくらいか推移を示したグラフが図１である。本稿では，日銀の資金循環統計を使うので普通国債＋財投債（財政投融資特別会計国債）を政府債務として対象にする2020年末の政府債務は1212兆円に膨れ上がっている。これは，コロナ対策のために，３回の補正予算合計90兆円の国債を発行したので，対前年度から9.2％と一挙に拡大したからである。

債務残高は2019年度1115兆円，そのうち普通国債残が887兆円，財投債が91兆円，借入金が53兆円，政府短期証券74兆円（本図には描写）となっている。2020年末には1212兆円，普通国債残920兆円，財投債111兆円，借入金91兆円となっている。コロナ禍で補正予算を大幅に増額して組み込んだので，急増した。毎年度，国債残高は拡大しているが，政府債務の１つである財投債や借入金はさほど変化していない。2008年の世界的な不況にあった際には，国債は増やさず，借入金で財政を賄っていた。政府債務が増額しているのは，国債の日銀買いオペレーション（以下，買いオペ）によることが明白で，アベノミクス＝異次元金融緩和

図 2　国債残高の GDP および税収比



（出所）　内閣府 HP「国民経済計算」および財務省同上

（黒田日銀総裁策）以降の事象といえる。

図 2 で普通国債残高を他の尺度と比較してみる。GDP は2019年度560兆円，2020年末539兆円である[1)]。残高は，2019年度 GDP の195％，2020年末203％にも達している。倍数でみれば，2019年度残高は GDP の16倍くらいである。2020年度はコロナ禍で第 3 次補正を組んで，公債発行額が90兆円を越えて200％超となっている。それは国内総生産額の 2 年分となる。しかも，GDP は政府消費支出（15％）を含んでいるので，公債を発行すれば GDP 自体も膨らむことになり，債務総額の対 GDP 比は公債分を差し引いて考えると，小さく現われる[2)]。

つぎに，一般会計と税収とで比較してみる。中央政府の税収総額いわゆる国税（地方税は除く）は，2019年度58.4兆円となっているので，債務総額はその14倍強となる。2020年度最終予算はコロナ禍で厳しい減収が見込まれ国税の収納額は46.4兆円とされており，26倍にあたる。これは毎年度国税の全額をもって充当して26年分という巨額な債務である。ここでは，税収分析ではないので，簡単にふれる。債務残高の規模を国税 3 税の合計値（消費税，所得税，法人税）と比べている。2020年末債務残高は，国税収の14.5倍となっている。リーマン不況以前は，それは10倍以下で，債務残高の対税収倍は改善されていた。法人税は2012年度にその税率が30％から25.5％へ大幅に下げられ，以降15年度23.9％，16年度23.4％，18年度

1）　GDP 統計の最新版が2019年度であり，2020年度は 4 半期速報からの推定値である。

2）　財務省『日本の財政関係資料』（令和 2 年 7 月）：普通国債残高993兆円，対 GDP 比161％としている。他方，財務省主計局『わが国の財政事情―令和 2 年度予算政府案』（令和元年12月），とはその値が若干異なる。

23.2％とアベノミクス政策でずっと下げられてきた。他方，消費税は先述のように2014年度に５％から８％へ引き上げられ，15，17年度に延期されていたが，19年度から10％（酒類・外食を除く飲食料品，新聞は８％据え置き）へ引き上げられた[3]。にもかかわらず，アベノミクス以降，それは税収の14～15倍と悪化して，債務残高が税収に比べて増えていることが分かる。

2020年12月末時点で財務省発表で，政府債務総額（短期国債を含む）が1212兆4680億円となり，国民１人当たりの借金は約983万円という[4]。

これを外国と比較している財務省の債務残高の国際比較から対GDP比をみると，2020年で日本GDPの238％，イタリア同134％，米国同108％，英独仏加はいずれも100％以下である。欧米諸国の政府債務額の多い国といえば，ギリシャ，スペイン，ポルトガル，イタリアといわれていたが，日本はそれらどの国をも凌駕して，最上位国となっている。

政府による国債発行は，経済停滞を財政支出増で乗り切ろうとする現代資本主義の政策ではあるが，諸外国では，恒常的な財政支出には慎重にすべきという視点に，まだ立っている。日本の財政政策には，目標たるPB（プライマリーバランス）の改善は何度も繰り返されながら，言葉だけで長期視点が欠けている。したがって，コロナ禍のような危機的状況に際して，国民の窮状を救恤する余裕がなくなっている。

主要格付会社による日本国債格付けをみても，どの格付け会社も上から４ランク目のBランクとしている。かつて財務省が，格付けが低いとクレームをつけたが，市場の評価であって，格付けの基準は公表されていないから信頼度を絶対視することはできないとしても，それが安全資産ともいえない。日本の国債に対する格付けは，欧米はもちろん，韓国債や中国債より下位にあり，スペイン，イタリア，ポルトガル，ギリシャがその下にある。米格付会社ムーディーズは３月26日，2021年のイタリアの財政赤字が国内総生産（GDP）比12％を超えるとの見通し，公的債務残高はGDP比160％に増加する見通しと報じた（ミラノ３月26日ロイター）。

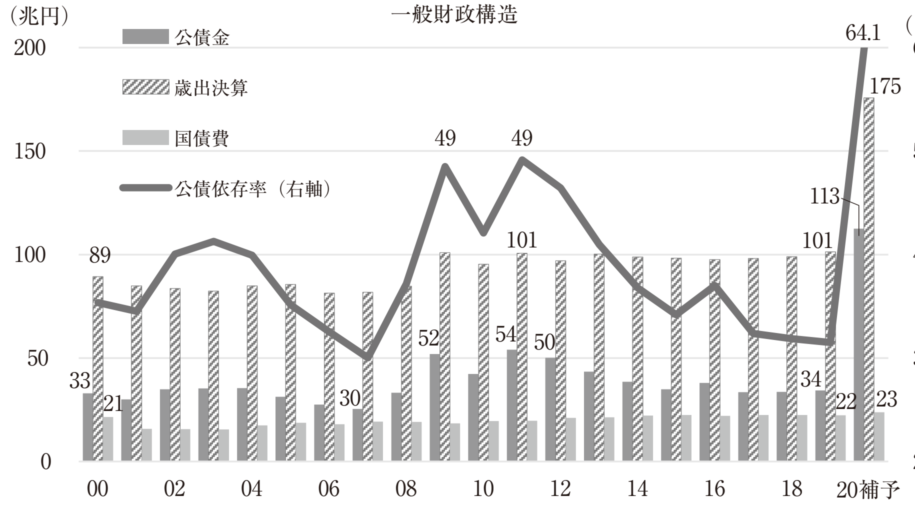
図３で，国債の大量発行のレベルを国債依存度（対歳出）でみる。それは一般会計歳出を新規国債（公債金）にどれだけ依存するかを示す値である。21世紀になって，毎年度の国債発行額は40兆円止まりであったが，リーマンショックの後，2009年度に52兆円と急増した。かかる経済的危機に襲われると，税収の落ち込みをカバーするための国債増発であった。この年の税収は39兆円を割り込んでしまうので，税収依存度は36.2％と最低となる。その補填という意味で，公債発行にたよらざるをえなくなる。

---

3) 標準税率10％（国税7.8％，地方税2.2％）軽減税率（同6.24％，1.76％）。

4) 数値は一般政府（中央政府，地方政府，社会保障基金を合わせたもの）ベース。国債依存度は国債の新規発行額を歳出で割って算出。

図3　国債と依存度推移



（出所）　財務省HP「統計データ検索」および「国債統計年報」

こうした普通国債＋財政投融資債＋借入金＋その他（交付国債等）の合計を政府債務として，その残額がどのくらいか推移を示したグラフが図1である。2020年度末の政府債務は1212兆円に膨れ上がっている。これは，コロナ対策のために，３回の補正予算合計90兆円の国債を発行したので，対前年度から9.2％増と一挙に拡大したからである。

この巨額な債務残高は，普通国債の発行によるものであることが，図上でも明らかである。これは，いうまでもなく安倍政権下の黒田日銀総裁の異次元の質的量的金融緩和策（QQE）による国債買入が可能にした。

それは，もともとは鳴り物入りで喧伝されたデフレ対策に起因する。デフレを脱却するために，金融緩和をおこない通貨供給を増やせば，数年のうちにデフレを脱却できるという仮説によって強行された。開始後，すでに10年になんなんとしながら，デフレは全く改善されていない。2012年当時は，数年で２％のインフレになり，経済の活況になると宣言していた。そのような様子は全く現れないので，この仮説は誤謬であったことを認めなければならないが，それすら無視して，日銀は今も同じ文言を吐き続けて，修正しようとしない。

その後，景気が回復したとして，2014年に安倍政権下で消費税を８％に上げたので，税収依存度は高まり，2018年度には60％まで改善された。今度は，昨年2020年度のコロナ禍で，税収が低下し，補正予算を３回も組み直して，その対策費を公債発行でまかなった。したがって，税収比は一挙に40％まで低下している。

一般会計歳出は，税収と公債金で支えられている。税収の比率が2010年代になってから，

上がっていた。2014年度から消費税率が８％に上がり，2018年10月から10％へ上がった。総税収額が停滞する中で，消費税額はずっと増額してきた。図３のように，一般会計の３税の税収推移をみると，2014年度の総税額53.9兆円，消費税額10.8兆円（総額に占める割合は29.7％），それが2019年度になると58.4兆円，18.4兆円（同31.4％）となっている。総税額はさほど増えていないのに，消費税だけが膨らみ，消費税率値上げ前の2009年度と比べて，2020年末は約２倍となっている。

このように，国債を発行する理由は，税収不足（主として不況による）の補塡か，地震・台風等の災害による緊急の歳出増のためか，不慮の事態の緊急措置のためかである。昔は，戦費調達のために，国債を発行して，後日増税策をとった。それが，戦後は公共工事を起こして需要を増やす不況対策に，国債発行が利用されてきたので，国債の発行が通例化するようになった。1976年に，補正予算を組んで赤字国債の発行が再開されてから，1990年度まで営々と発行され続けた。

国の債務について，「国の歳出は，公債又は借入金以外の歳入を以て，その財源としなければならない。」（財政法第４条）と，国債発行を原則禁止している。しかし，「但し書き」により，「公共事業費，出資金及び貸付金の財源については，例外的に国債発行又は借入金により調達することができる」とあり，これによる国債を４条国債＝「建設国債」と呼んでいる。国会が承認する発行額以下という上限規定でもって，1965年から発行され，以降継続して発行されている。国会の議決を経た金額の範囲内で例外的に建設国債の発行は認められてきた。

歳入補塡のために発行する特例公債（赤字国債）は，財政法に反する発行方式であるから，1965年に一度だけ発行して，その後中止されていた。それがオイルショックの1975年から再び発行されることとなった。補正予算において，経常経費の赤字を埋めるために，赤字国債の発行（1991年から３年間は発行を中止された）が続けられている。これは，あくまで財政法に反するので，赤字国債発行のためには毎回，特例法を国会で審議・制定してきた。しかし，2013年の野田首相時代に民主・自民・公明の「３党合意」で変更されて，この根拠法を毎年度ではなく，４年間の複数年度適用へ修正された。今日では，赤字国債発行を認める法律である「財政運営に必要な財源の確保を図るための公債の発行の特例に関する法律」として施行されている[5)]。

デフレ対策を理由に毎年度，国債発行を手段とすることはありえない。まさに「財政ファイナンス」に陥ってしまっている。

---

5)　財務省。

2．国債の消化

国債は貨幣ではない。とにかく，一旦は通貨に変換しなければ，政府といえども国債そのものを取引には使えないので，金融機関に引き受てもらわなければならない。それは金融機関の信用によることになる。そうすると当然，国債の利子が他の債券と競合して金融市場での選択にさらされることになる。

日本では敗戦後，国債発行を原則としておこなわない方向で財政規律を維持する対応をとってきた。戦前，政府は軍事用に無制限に国債を発行して，経済破綻になった経験からきた厳しい反省があった。実際，戦時国債は戦後インフレによって，価値は低下し，無効となっている。

この事態を反省して，戦後，財政当局は均衡財政を国是として，国債発行には消極的な対応をしてきた。しかし，1964年東京オリンピック後の不況で歳入不足となったので，急遽，1965年度会計に補正予算を組んで国債を発行することとなった。赤字国債1972億円を，翌1966年度予算に建設国債6656億円を組んで発行した。以降，今日まで国債発行は継続している。国債で歳入を緩和できるとなれば，政治家はそれを常習化してしまう。しかし，戦後の財務担当者たちは国債発行について，今日のように節操なき国債依存には慎重であった。

その推移を，時期を区切って，整理しておく。

⑴ 国債管理時代

1960年代には国債発行に慎重であっただけに，建設国債は財政法４条国債として容認するが，赤字国債は極力発行が控えられてきた。そこで，国債を金融市場と隔離する管理政策をとった。国債引受シンジケート団（銀行等金融機関，以下シ団と略称）を形成し，そこに国債を一括引受けさせて，固定シェアでの引受，満期までの保有等の条件をつけたのである。国債の発行を金融市場と切り離し，市場隔離型にして管理したのである。資金需要が旺盛な高度成長時代に低利融資を維持するためにも，国債金利を長期貸付金利の最高水準において，資金調達に支障をきたさないように管理したのである。国債引受シ団は，日本でも戦前から存在しているシステムであるが，戦後，国債が初めて発行される時点から国債の引受業務を円滑に進めるために，政府はシ団の代表メンバーと事前に交渉して，国債の発行額や条件について，当初は固定割合で引き受けられていた。この比率が段階的に引き下げられて，2002年３月債までは，発行総額の60％がシ団メンバーの各社の価格競争入札で落札されてきた。それ以降，価格競争入札の比率が62％に引き下げられ，この比率が引き下げられてきた。これが金融自由化の方向性が出てくると，上記２機関の国債引受は４割方に減少して，最終的に2006年度を以てシ団は廃止され，両者とも国債引受を止めることになる[6)]。

1970年代末から1998年まで，シ団と財政投融資（大蔵省資金運用部）とが募集債の８割方を引き受けていた。当然に，低利回りの国債価格を安定させて，国債保有銀行等に安心感を与え，国債価格安定政策を維持することに腐心し，この時期の金融政策と並んで管理されていた。要するに，一方で銀行に国債を保有させても銀行の収益事業に支障をきたさないように，もう一方で財投で公共事業の資金源にしたのである[7)]。また，1978年に日銀も初めて，入札方式による国債買いオペを実施している。

(2) 積極財政時代—不況対策

1973年のオイルショックを機に，狂乱物価が発生して，不況とインフレが同時進行するスタグフレーションに見舞われる。インフレに対して，それまでの4.25％の公定歩合を４月から５回引き上げて，12月には９％と戦後最高水準まで上げる。

しかし，1973年予算で田中角栄内閣は対前年度予算の24.6％増の放漫予算を組んで，財政均衡の原則を破ってしまった。田中首相の列島改造政策は，全国的な地価上昇を生みだし，失敗に終わり，収賄事件で失脚する。つぎの三木武夫首相も1975年に不況が深刻化すると，長期減税構想と社会資本充実という理由で，３兆円強の建設国債を発行してしまう。さらに福田赳夫首相も，積極財政をすすめ，1975年１月に特例法「昭和40年度における財政処理の特別措置に関する法律」を制定して，歳入補填のために特例国債を２兆円強を発行し，積極財政の政策をとり続ける。長期国債残高も10兆円超へと拡大した。こうして，財務省がとってきた国債管理制度＝均衡財政策は，３代によって崩されていった。内閣３代はどれも，不況に陥ると，公共事業を拡大して，折からの製造業の投資減退に代替する方策を推進した。３代内閣は，それぞれが政治的姿勢は異なっていたが，不況には勝てず，政治的人気を保持しようとするので，政治に翻弄される国債管理策になった。

それ以降，毎年度建設国債だけではなく，赤字国債も発行し続けられている。歯止めとして市中消化の原則をまだ守る姿勢で，公債依存度を５％以下に下げることに大蔵省は腐心していた。1985年には10年国債の満期時期に達して，これからは償還期にどう対処するかが当局には重大事であった。

6） 真壁昭夫・玉木伸介・平山賢一（2005）『国債と金利をめぐる300年史』東洋経済新報社，268頁。

7） 国債のシンジケート団引受とは，国がシ団との間で募集引受契約を結んで国債を発行する方法である。シ団メンバーは，一般投資家を対象に国債の購入に関する募集をおこなうが，その応募額の合計が発行予定額に満たない場合には，シ団メンバーが残額を分担して引き受けることになる。当初はシンジケート団（国内銀行中心の引受集団化）に割り当てていた。1966年度から86年３月までは，ほぼ全額を引き受けていた。

⑶　財源としての増税方向

1978年に大平正芳首相になって，「財政再建と健全化が急務」として取り上げた。財政再建には政府歳出の抑制か歳入の増税かである。財源を確保するために，大平内閣は「一般消費税」の導入を掲げて，1980年に総選挙をおこなうが，大敗し，大平首相自身も早逝される。

代役の鈴木善幸首相は，それを引きつぎながら，「増税なき財政再建」宣言や「財政非常事態」宣言など，財政危機を表明する。赤字国債依存体質の脱却が財政目標となり，1991年から３年間，赤字国債の発行を中止した。1982年に国債を８兆円発行してから，1983～93年にかけて，国債発行は抑制的になっていた。国債は，景気対策と財政政策がメインの課題であり，財源をどうするか。歳出に重点をおく国債発行拡大型か，歳入に重点をおく財政均衡型かの議論が中心で，結局，租税改革に向かう。

ハンセン「ケインズ派の考え方には，公債のほうが常に増税よりも望ましい。但し価格インフレーションを防ぐために，ほどよい完全雇用を食い止められるなら」「公債は，富の分配の不平等を強化する傾向をもっている」[8)]。

財政政策には，「量出制入」というワグナー論（ドイツ，ビスマルク期の経済学者）か，「量入制出」という思考がある。前者は「出を量って，入りを制する」，後者は「入りを量って，出を制する」[9)]という考え方である。

どちらにしろ，歳入か歳出か，どちらに重点をおくかの選択となる。歳入では租税をどうするかであるが，一律に増税するのではない。日本では直接税中心で，所得税（個人）か法人税（会社）か，増税にしろ減税にしろ，どちらに比重をおくか，国民的関心事となる。そこへ間接税論がヨーロッパから入ってきた。間接税は，もともと社会保障財源として採用してきたのであるが，この時期の間接税の導入は財源論としてであった。日本の近代史をみると，さまざまな経緯があるが，ここでは省略する。日本でも1960年以降，皆年金制度や皆健康保険制度が整備され，公的サービスが増えてきたので，その制度充実と関連するのであるが，この時期の間接税は一般会計の財源として論じられた。消費税は，特定の物品やサービスに課税し，国民全体への課税である。それは社会保障費への財源としてより，法人税引き下げの代替税の性格がより強くなっている。

⑷　金融自由化への対応

1980年代には金融自由化の波がアメリカから押し寄せる。敗戦後の経済復興‒高度成長を管理した日本的金融制度が，アメリカの変化に対応せざるをえなくなる。高度成長下では，

8）　神野直彦（2013）『税金　常識のウソ』文藝春秋，55頁。
9）　同上，121頁。

産業優先の管理通貨体制であり，金利規制と金融機関の業態分離（長短分離，銀証分離，信託分離）をはじめ，産業への資金供給を考慮してのシステムであった。しかも，日本の庶民は貯蓄志向が強く，証券投資には消極的であり，間接金融を軸として企業の資金調達がおこなわれており，それは大きく変動しなかった。このシステムとの整合性を保ちながら，金融自由化は長い時間をかけてすすめられ，国債の管理政策もそれに応じて変化した。

アメリカでの産業分野が，製造業分野からソフト分野へ変質し，この傾向が世界に広がり始めていた。日本でも，1970年代の後半から金融の自由化・国際化が徐々にすすめられ，国債の管理にも影響することになる。1977年には特例国債（発行後１年以上）の市場売却が容認されるようになった。こうして，1980年代以降国債のディーリングが本格化した。

1980年４月ロクイチ国債暴落，利回りが12％台に上昇し金融機関がパニック状況に陥っている。

1984年６月に証券会社以外の金融機関の公共債ディーリング（バンクディーリング業務）が，都市銀行13行，長期信用銀行３行，信託銀行７行，地方銀行10行および農林中央金庫の34行で，まず開始された。さらに，翌1985年に，国債の満期残存期間の制約をなくし，全ての公共債についてディーリングができるようになった。既発国債の市中売却が認められて，国債も市場連動型になる。1985年に先物取引も許され，全面的に実需原則が撤廃された。金融の証券化が進行して，間接金融体制が欧米型の直接金融システムに合わされる。

金利（当座預金を除く）の自由化により，まず金利の自由化が完了した。1984年に財政制度審議会は「中期的財政運営に関する諸問題の中間報告」において，赤字国債償還は現金償還のルールを変更して借換償還をおこなうべきだとする驚くべき答申をだすにいたった。かくして，1985年にMMC（市場連動型定期預金）の創設が認められた。1986年にとうとう短期国債の入札発行が開始され，1986年既発債の売却自由化が認められた。

1980年代前半までに国債に関連する分野について自由化・市場化がすすみ，後半には銀行と証券の垣根問題などが正面から取り上げられるようになり，金融機関の業務分野規制も緩和された。これは，1993 年に業態別子会社方式による相互参入という形で，決着した。

1988年から３カ年は，国債発行を１兆円以下に抑えられていた。1989年に竹下内閣の下で，大蔵省念願の消費税が導入された。さらに，内外資金移動の自由化がすすみ，後半にはほぼ完了した。金利の自由化もすすんだ。1980年代前半に国債に関連するものから始まって，後半には預金金利についてもすすみ，1994 年の流動性預金の金利規制が取り払われた。

1996年11月に第２次橋本内閣は６つの改革の１つとして，金融改革を2001年までに遂行するとした。「金融ビッグバン」―― Free（市場原理が機能する自由な市場），Fair（透明・公正な市場），Global（国際的に開放された市場） ３つの原則――が始まった。金融・証券市場の規制を撤廃・緩和して，市場の効率化，活性化，国際化が図られた。1997年にイギリスに

倣った証券取引の手数料が自由化された。1998年には金融システム改革法が施行された。

金融ビッグバンが銀行業界全体に大きな変動を与えた。それまでは，大蔵省や日本銀行が護送船団方式といわれる日本的システムで，金融業界を統制下においていた。それは金融業界の競争を激化させない方式であり，金融業界の安定化にもつながった。他方，長期資金需要が大きい産業界に低利の融資を保障するためでもあった。金融機関の破綻を防止し，預金者保護にも留意せざるをえなくなった[10)]。1986年に金融自由化・国際化を推進するための環境整備として，預金保険法が改正・公布された。2010年９月に経営破綻した日本振興銀行（金融庁が2004年に免許を付与したばかりの新設銀行）の破綻処理に際して，いわゆる「ペイオフ」が初めて発動された。

金利自由化・金融自由化は，金融商品だけでなく，国債にも制度変更を余儀なくされた。国債の市場化はリスクを受けることになった。現実に，「札割れ」[11)]が２回発生したのである。

1994年２月，４年債の予定額未達。2002年９月，10年債の札割れ。

実際には，シ団との間で全額購入の約束があり，未達分は引き受けられたので，国庫上では問題は起きなかった。このような状態を発生させないためにも，シ団的な引受の方法では，対応できなくなったのである。そこで，新たに設置されたのが，米国流の国債引受システムであるプライマリー・ディーラー制度であった。

2004年10月からプライマリー・ディーラー（国債市場特別参加者制度）が導入された。現在，証券会社を中心に21社が参加者となっている[12)]。

応札資格（特別参加者は発行予定額の５％以上を落札する責任），落札資格（直近２四半期中に，おこなわれる国債入札で，発行予定額の一定割合.1％以上の落札責任），がある。

今日では，この制度下で公債の引受について，財政当局と参加者が事前に話し合って，発行国債の規模等の合意の下に，国債は発行されるので，一応「札割れ」は起きないように管理されている。

プライマリー・ディーラーは「応札責任」「落札責任」を資格にして，その過半は外資系

10）　預金保護制度：「当座預金や利息の付かない普通預金等（決済用預金）は，全額保護されます。定期預金や利息の付く普通預金等（一般預金等）は，預金者１人当たり，１金融機関ごとに合算され，元本1,000万円までと破綻日までの利息等が保護されます」（金融庁／預金保護制度）。

　預金保険制度：「万が一，金融機関が破綻した場合に，一定額の預金等を保護するための保険制度です」（預金保険機構／預金保険制度の概要）。

11）　札割れとは，国債入札で入札予定額（財務省が予定する募集額）に応札額が満たなかった場合。なお，発行額に対して引き受け手がない場合は「未達」という。

12）　日本銀行 HP「マネーストック統計 Q&A」。「日本の国債市場特別参加者制度は，国債の安定消化を図る等の目的のために，財務省が一定の責任を果たす市場参加者を特別参加者として指定し，特別参加者会合への参加や特別参加者向けの入札への参加などの特別の資格を与えるというものです」。

一部日本の証券会社との合同証券会社が参加者となっている。この 国債発行等手数料は，10 年利付国債の額面金額の100 円につき20 銭とされている。こうして，いったん引き受けられた国債は，直ちに日銀に買い入れられる状況である。

3．国債の保有主体

図 4 に，日本国債の保有関係をみる。ここでは，短期国債を除き，政府長期債務（日銀資金循環の国債・財投債）でみる。直ちに，目につくのは日銀保有がアベノミクス施行後，右肩上がりに急増していることである。2012年度以前は，それが100兆円を超えることはなかったが，2013年度に156.9兆円（対前年比67％増），翌14年度224.9兆円（同43％増），翌々15年度317兆円（同41％増）となっている。3 年間の国債の買い増しは，黒田総裁や岩田副総裁らリフレ派の理念を実験する施策である。国政に係わる者が，かかる観念で実施することは，責任を問われるべきことといわざるをえない。実際に，その実験は全く効果をあげなかった。インフレを貨幣現象に矮小化するリフレ派の幻想的理屈（理論たりえない）にすぎなかった。CPI は，この間あがらなかったし，国民経済計算の GDP も増加しなかった。

インフレが発生するのは，通貨膨張だけによるのではない。実体経済との関係を看過することはできない。とりわけ，需要者たる消費者の所得を無視して，貨幣量を増やしたところで，インフレにはならない。敗戦直後の日本経済では，物不足が極端な状態でインフレが発生した。1970年代の狂乱物価は，世界的な原油需給の崩れをつくった人為的なインフレであった。物が豊かな今日ではかかるインフレは起きないのである。したがって，国債増発・貨幣量増でもって，インフレにするというリフレ派論は成立しない。

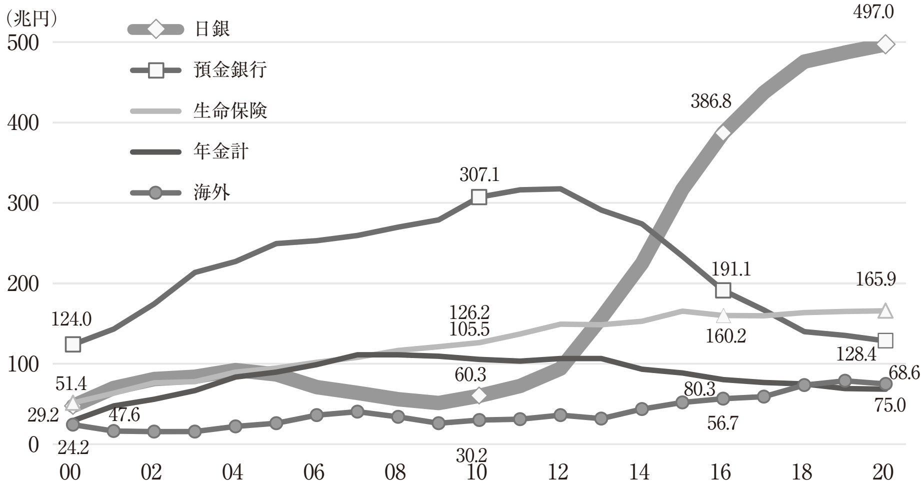
家計金融資産が，日本では1800兆円以上もあるので，現状の国債残高について懸念がないと主張する論者が多い。しかし，⑴家計の金融資産は，現金で預けている預金だけではない。個人がかけている年金や生命保険等（現金・預金，株式・出資金，保険・年金準備金等）も，将来年金や一時金として受け取ることのできる権利＝年金受給権として含まれる。2019年12月末の家計の金融資産残高は1903兆円，うち「現金・預金」は1008兆円で全体の52.9％を占めているにすぎない。

預け金（ゴルフ場預託金等），未収・未払金（預貯金の経過利子等）など，通常個人が必ずしも金融資産とは認識しない金融商品も含まれている。⑵家計の金融資産には，純粋な個人金融資産だけでなく，個人事業主（個人企業）の事業性資金も含まれているなど，割引いて考えなければならない[13)]。このような家計構造をもって，国債の安全性を論じることは空虚である。それより，国債の保有の特色をみなければならない。

---

13) 日本銀行 HP「資金循環統計」(―家計の金融資産に関する Q ＆ A)。

図４　国債保有の推移



（出所）　日本銀行 HP「統計データ検索―資金循環」

国債の保有者をみると，2020年末には国債・財投債残高1043兆円のうち全金融機関（多額なのでグラフには示していない）が907兆円（保有割合87％），そのうち日銀が497兆円（同47.7％），預金銀行は128兆円（同12.3％），生命保険は166兆円（同15.9％）となっている。年金受給権の運用先として年金計（公的年金および民間）が68兆円（同6.6％），そして海外は75兆円（同7.2％）となっている。今や政府債務残高の約半分が日銀保有という異常さである。この日銀の保有が増え始めたのは2013年度からであり，その額は異次元であるとしかいえない。それ以降，各部門とも国債保有が減少している。リーマンショックのころまでは35兆円もあったのが，それ以降減少して，グラフには表現できないほど少ない。先述の家計の保有額は2020年末13.4兆円（1.3％）と少なく，家計保有は無視できるほど少量である。家計資産のうち金融機関に運用を任せている資金も，今や運用資産としては価値が低い。その他の所有関係をみても，預金銀行は，以前の半分も所有していない。年金計（公的年金基金）も日銀が国債を大量に買い取り始めてから，保有割合を減少させてしまった。例外として生命保険部門だけが，10年前からみると31％ほど増やしている。

以前には，国債管理政策はシ団と財政投融資（大蔵省資金運用部）が国債の大部分を保有して，市場隔離型となっていたと前述した。それだけに，超低金利の国債では，民間金融機関では金融資産としては，その預金者や委託者へ収益還元はできない。金融機関の国債所有は低金利ゆえに魅力がないのである。かといって，国債を保有する公的機関もない。年金積立金管理運用独立法人（GPIF）も，内外株式，内外債券と４等分して資産運用しているが，国債については運用額は明らかでない。国内債券の資産額は2020年末に42.3兆円と公表され

ている。収益も，インカムゲインは当然増加しているし，キャピタルゲインについても，折からの株価上昇で2020年には急増している。それは，国債によるものとはいえない。

国債は市場に開放されているが，日銀資金循環統計を分析すると，それは金融機関全体で過半が保有されている。2002年度までは，全金融機関の国債保有は，毎年度10％強で買い増されていた。それが，追水日銀総裁時代となってQEが実施されるようになると，国債離れがおきていた。その後，日銀が国債オペについて低調になると，2010年までは，まだ金融機関（日銀を除く）は国債保有を増やしていたが，その後は，先述した生命保険を除くと，どこも保有を減らしていた。

海外の国債保有についても，若干増やしているが，投機対象として売買しており，通年資産として保有額を増やす傾向はみられない。

金融機関が国債を所有するということは，それだけ信用を創造しているということになる。すると，現行では信用を創造しているのは，金融機関ではなく，日銀ということになる。金融商品としての国債離れがおきる中，世界的にドル需要はまだ大きいので，ドルを買って収益を上げる，通貨スワップ取引がおきて，国債がその担保となっているので，そのかぎりでの金融機関は国債保有をしているといわれている。

その他に，企業等が発行する社債では，長期金利等が低下してきた場合に，金利負担を軽減する目的で，すでに発行している利率の高い社債（繰上償還条項付）を繰上償還し，新たに利率の低い社債へ移行する場合にも発行されることがある。国の債務残高の増加をもたらさないことから，その発行限度額について国会の議決を経る必要はないとされている。1985（昭和60）年度以降，赤字国債の大量償還が始まったのに際して，それまで現金償還を原則としていた赤字国債でも借換債を発行することになった。

4．償還制度──「国債整理基金特別会計」

国債が発行され始めた時期には，財政不均衡を続けていいのか，国債を売ることによって市場の金融制度が危なくならないかというような懸念が論じられていた。国債残高が巨大化する段階になると，将来世代に大変な負担を残すという危惧の念があがっている。

日本では国債償還はどのようにおこなわれているか，知る必要がある。利付け国債には，満期時の償還額と満期期限がくるまでの期間，定期的に一定利子が支払われる。その費用が一般会計歳出の国債費だと考えている人が多いようであるが，それは間違いではないが，国債費から直接償還されているのではない。

国債償還は政府一般会計とは別立てに「国債整理基金特別会計」（国債特会と略称）を設定して，そこで処理されているからである。一般会計および特別会計で発行される全ての国債の償還は，国債特会を通じておこなわれるのである。一般会計やその他の特別会計からの

繰入資金等を財源として，公債・借入金等の償還，利子等の支払い，発行諸経費などが，この国債特会で処理されている。かかる「減債基金」制度そのものが，現代では世界で採用されなくなっている[14)]。

国債の償還財源は全て国債整理基金に受け入れられ，そこで蓄積・運用され，支出される仕組みになっている。一般会計から，定率繰入，余剰金繰入，予算繰入等，いったん繰り入れられる。第1にこの繰入により返済が長期化される。第2は借換債による発行収入金で，償還額を緩和できる。この2つの方策によって，大量国債を発行しても，当面の財政危機が発生することは薄められているのである。

まず，一般会計の国債費は，国債残額の60分の1だけ繰り入れることになって，いわゆる「60年償還ルール」[15)]となっている。

このように，別枠に国債整理基金特別会計を設けて，そこへ毎年度一般会計または他の特別会計から毎年度繰り入れられている。その方法は，つぎの3方法をとっている。

⑴　定率繰入：前年度の4月1日における国債総額の100分の1.6に相当する金額を一般会計または特別会計から繰り入れる。

⑵　剰余金繰入：前々年度一般会計決算剰余金の2分の1以上の繰入。

⑶　予算繰入：必要に応じて予算措置による繰入。

この制度によって，満期債をそっくり返済しないですむ繰り延べ返済の方法が余裕をもたらしている。この100分の1繰入は「60年償還ルール」といわれて，戦後の国債発行に際して，建設国債の見合資産（公共事業などを通じて建設した構築物）の平均的な効用期間が概ね60年なので，この期間内に現金償還を終了すればよいとする考え方である。これについては60年という年数は仮定的数値で，実際的な期間とはいえないという批判もある。ともあれ，この方式で毎年度の定率繰入率は，ほぼ60分の1に相当する100分の1.6としている[16)]。

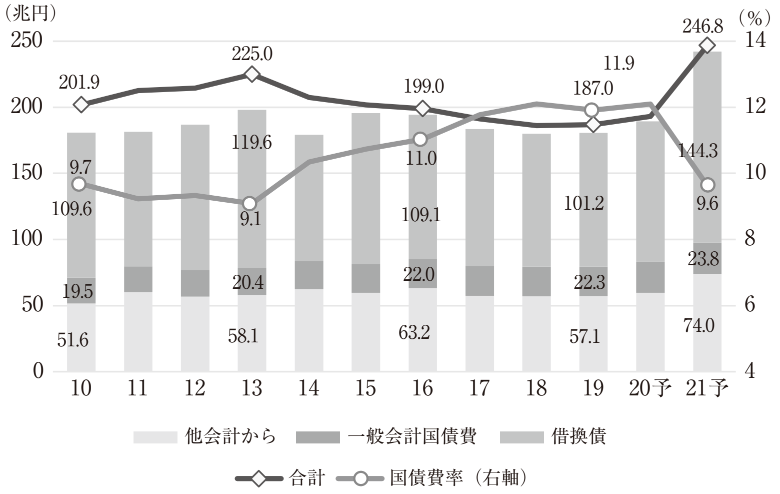
もう1つ国債特会では，「借換債」発行という財政の禁じ手を1960年に採用した。それは満期債の償還を，現金償還するのではなく，再度国債を発行して財源とする手法である。戦

14）「戦後，主要先進国においては制度として廃止されるか，制度は存在しても使われていない「減債基金制度」（公債または借入金を計画的に償還するために，償還資金を積み立てておく制度）が，日本では「国債整理基金特別会計」として存続してきた。日本における減債基金制度は1906年制定の国債整理基金特別会計法で設置され，日露戦争（1904～05年）関連で発行された公債の償還金として一般会計から同特別会計への定額繰入が規定された」（町田俊彦『国債累増と財政健全化政策』地方自治総合研究所資料 No. 123，2017年）。

15）　この特別会計への定率繰入は，「特別会計に関する法律」（2007年4月1日施行）の規定に則って，発行される借換債の発行収入金等を償還財源としている。60年償還ルールに従って減債され，本特別会計から償還が行われている。

16）　財務省（2005）「日本国債ガイドブック」38頁。

図 5　国債整理基金特会（歳入）



（注）　他会計＝一般会計歳入（国債費＋その他）なので，国債費分を差し引いた値。
（出所）　財務省 HP「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」各年度版

前も，この借換債という手法で，償還を先に延ばしてきた。これを再生させたのである。なお，日銀も満期償還については，乗換債をもって受け入れている[17)]。

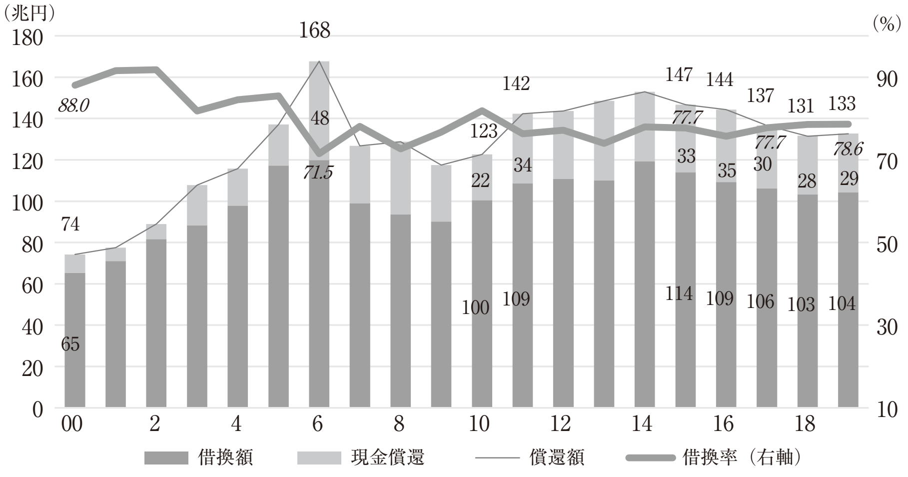
図 5 に，国債整理基金特別会計の歳入の主たる費目と合計値を描いている。これに示されるように，歳入には一般会計・歳出（国債費）からの繰入資金と（交付税及び譲与税配付金特別会計等より受入）の繰入資金そして公債金（借換債，国債特会で発行される）が主たる財源となっている。その他にも，租税や前年度剰余金受入，他会計からの繰入等がある。一般会計に計上されている国債費は，毎年度20兆円強となっているのは，前述のように「60年償還ルール」の定率繰入だからである。それを国債特会における対歳入合計比率でみると，右軸の国債費率に示されるように，同歳出の10%超にすぎないわずかな比率となる。一般会計上で，償還費として計上される国債費が，一定して低いのは，この繰延償還のなせる技（わざ）といえる。

さらに，国債特会上で発行される公債金（借換債）は，これまで100兆円超であったが，2021年度予算では144兆円へと膨張している。したがって，一般会計上からの繰入金である国債費の比率は低く，9.6%となっている。故に，返済負担が軽くみえるのである。

図 6 は，実際の償還の内容を，現金償還と借換債とでみたグラフである。毎年度，概ね130兆円強を償還しているが，実際には現金で償還するのは30兆円強で，70～80%を借換債

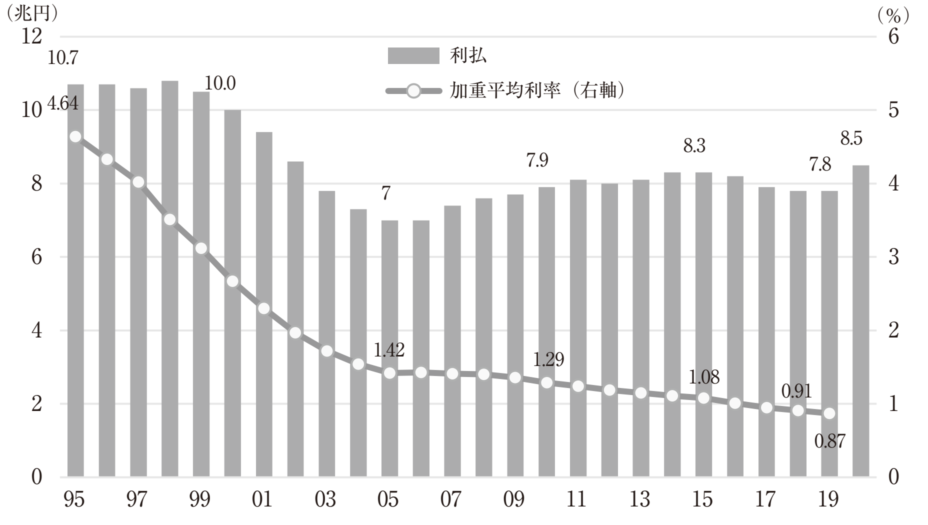
17)　財務省『国債管理レポ』に図入りで，詳しい。同62頁。

図 6　国債償還の推移



（出所）　財務省『国債統計年報』および同省 HP（統計データ検索）

図 7　国債の利払と金利



（出所）　財務省 HP「普通国債の利率加重平均の各年ごとの推移」

によっていることが判明する。借換債の割合（借換率）は77%ほどになっている。2019年度は79%へ近づくほど，借換債に依存している。借換債は，その時期の国債金利に変更されるので，現状では常に低金利の国債に切り替えられる。世界中が低金利の時代であるから許されるが，他の金融商品と競合するので，国債の未達が現実化するリスクをもっている。低金利は一方で国債償還にゆとりをもたせているが，他方で，金融情勢の変化によるリスクをか

かえることになっている。

図７のように，国債の加重平均利率は，ずっと低下してきた。世界的に低金利なので，公債残高が増えている割に，利払はさほど増えていないことが分かる。2016年度以降，平均利率は１％を割り込んだので，利払額が８兆円以下になっていたが，2020年度のコロナ対策の補正予算で，大量の国債が発行されたが，利払額は若干増額しており，このように8.5兆円にとどまっている[18]。

5．日銀の国債買入

日銀が国債を引き受けてはならないことは，何度もふれてきたし，周知のことである。日銀は国債の買オペレーション（買切りオペとして）を，1967年から開始している。その際，日銀は国債の買切りオペでは「発行後１年未満の国債は対象としない」という条件をつけていた[19]。また，2001年速水日銀総裁時代にゼロ金利策をとるにあたり，長期保有国債残高を日銀券の発行残高までに制限するという，いわゆる「日銀券ルール」を自粛策とすることにしていた。

日銀は国債買入について，かつては現先方式（一定期間後に売り戻す条件つき）で行っていたのである。それを買切りオペ（買いとって満期まで保有する）方式を導入する際に，表記のように自制していた。

その自粛制約を黒田総裁になってから，つぎのように変更した。「2016年（平成28年）９月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入してからは，金融市場調節方針で示された 長期金利の操作目標を実現するよう，国債買入オペを運営しています。長期国債については，価格が上昇すると利回りは低下するという関係がありますので，例えば国債買入オペの金額を増額して市場の需給環境がタイト化すれば，通常，国債の価格は上昇し，長期金利は低下すると考えられます」[20]。

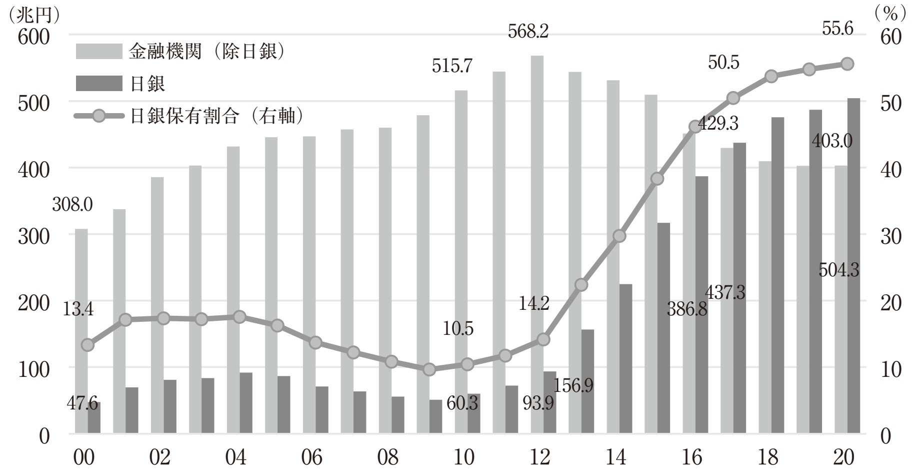
それに付け加えて，日銀はつぎのように説明している。「なお，この長期国債の買入れは，金融政策目的で行うものであり，財政ファイナンスではありません。政府は，2013年（平成25年）１月の「共同声明」において，「日本銀行との連携強化にあたり，財政運営に対する信認を確保する観点から，持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」と

18) 国債残高に対して，1.6％ずつ定率繰入しても，それによって確保できる資金は，60年償還に必要な資金の56％にしかなりません。必要な資金の44％は，定率繰入によって確保することができないということです。須藤時仁（2014）「減債基金は機能しているのか？」『証券レビュー』第54巻第12号。

19) 真壁・玉木・平山（2005）188頁。

20) 日本銀行 HP，Q&A。「買い入れた長期国債の残高の推移については，日本銀行が毎月公表している「マネタリーベースと日本銀行の取引」をご覧ください」。

図８　金融機関と日銀の国債保有推移



（注）　金融機関（除日銀）は，日銀保有額を差し引いた額。
　　　　日銀保有割合は，日銀保有額／金融機関保有額。
（出所）　日本銀行 HP「統計データ検索―資金循環」

しています」[21)]。

図８に日銀の国債保有額の推移をみる。資金循環統計での項目（国債・財投債＝政府長期債務なので長期国債と略称する）で分析する。2000年度には金融機関全体で355.6兆円（国債・財投債のうち87％シェア）を保有し，うち日銀は9.2兆円（同13.4％）であった。前述したように，この時期までは長期国債は金融機関それも市中金融機関でほぼ独占的に，市場隔離型で保有されていたのである。2010年度をみても，全金融機関は576兆円（同60.3％），うち日銀が60.2兆円（同10.5％）の保有であった。長期国債は2000年末408.7兆円，うち金融機関が576兆円（同60.3％），日銀が60.2兆円（同10.5％）を保有している。長期国債はその10年間で約80％も増額しているが，全金融機関の保有シェアも70％であり，金融機関保有という形態は，それほど変化していない。

それが2013，14年度を境に急変する。日銀の保有割合が急激に増加していることが図上にみられる。日銀の長期国債は，2013年度156.9兆円，2017年度437.3兆円そして2020年度504.3兆円と右肩上がりに増大している。他方，全金融機関の長期国債保有分から，日銀のそれを差し引いた民間金融機関の保有額は，2012年度をピークに，2020年末には403兆円と漸減している。金融機関全体の長期国債の保有が，なお大きいのであるが，それは日銀に保有額を移しているからといえる。

21）　同上。

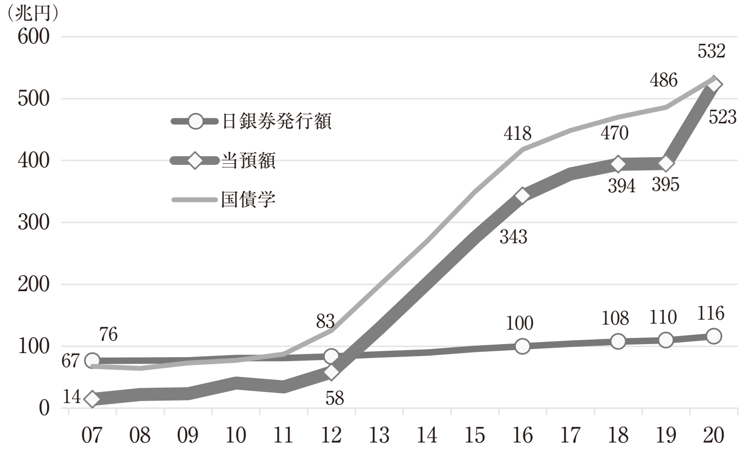
それは金融の量的緩和策＝QE（Quantitative Easing）の実施によるものである。それは金利の引き下げという従来型の金融政策が不況対策としては効果をもたなくなった現実にある。新たに市中銀行の信用創造を増やして，市場に大量の通貨を供給して，インフレを起こし，デフレ不況からの脱出を図るという理屈であった。市中銀行の保有資産を中央銀行が買い入れて，中央銀行の当座預金残高量を拡大させる金融緩和政策に転換したからである。すでに，追水・福井・白井日銀総裁時代（1998～，2003～，2008～2013年）に金融緩和策（QE）は日銀に導入されていた。ただ，これらバンカーは，３人ともに日銀出身者であり，中央銀行が通貨をいじることによって，景気対策に役立てるという手法に積極的には賛成しなかったといえる。デフレは症状であり，病根は不況である。金融政策で不況を治すことはできない。

それに対して，当時英国等で主張されていた，金融の量的緩和政策をさらに深める政策を量的・質的金融緩和＝QQE（Quantitative and Qualitative Monetary Easing）と称し，2013年３月日銀総裁に就任した黒田東彦が，リフレ派の理論[22]として実施に移したのである。

その実体を追跡してみる。

図９は，日銀の当座預金量と国債の買入との相関を証拠づけるグラフである。点付き線グラフは，日銀が買オペして引き取った国債・財投債である。他方，日銀の負債である当座預金を線グラフに示している。日銀が通貨を供給するのは，国債代金を銀行の当預に記帳することによって実現する。いうまでもないが，銀行がここから日銀紙幣をもって，引き出せば，

図９　日銀保有の国債と当預額



（出所）　日本銀行 HP「営業毎旬報告」各年度報告

22）　拙著（2013）『現代不況の実像とマネー経済』新日本出版社，40頁。

これを日銀券の発行という[23)]。

しかし，現代では，日銀券そのものを使用するよりも，カード払いが多くなっている。住宅購入のような多額のお金を振り込む際には，現金払いはほぼない。買い手から売り手への振込み，銀行口座での付け替えで，取引はすすめられる。銀行同士での清算[24)]も，同じように，口座の記帳で実現され，最終的には日銀当預で決済されている。したがって，日銀の当座預金量は，銀行間での移動はあるが，日銀の信用供与によって増減する。ということは，日銀が金融機関（市中銀行等）からの資産の売買であるか，金融機関が日銀から借入・返済をするかによって増減する。ここでは，日銀が金融機関から国債を買い入れることによって，日銀当預は変動する。このグラフをみると，国債の買入と当預額の増加とが，相関して増えていることが分かる。

昨今，日銀が貸付を増やしているので，当預の増加を国債の買入だけに限定することはできない。だが，少なくとも，QQE の実施による通貨供給は，公債の買入によっておこなわれていることは明らかである。

図10は，その推移を表している。 今日の通貨は信用であると述べたが，信用は金融機関が創造する。そこで，中央銀行である日銀と民間銀行とが，どれだけの信用を創造しているか検討する。通常，日銀が供給する通貨（信用供与）はマネタリーベース（MB）で測られ，民間のそれはマネーストック（MSt）で測られている。

MB＝日銀券発行高（紙幣）＋貨幣（硬貨）＋当座預金残高（準備預金額）

これは，市中に出回っている流通現金と金融機関が日銀に保有する通貨量（日銀当座預金）と考えればよい。

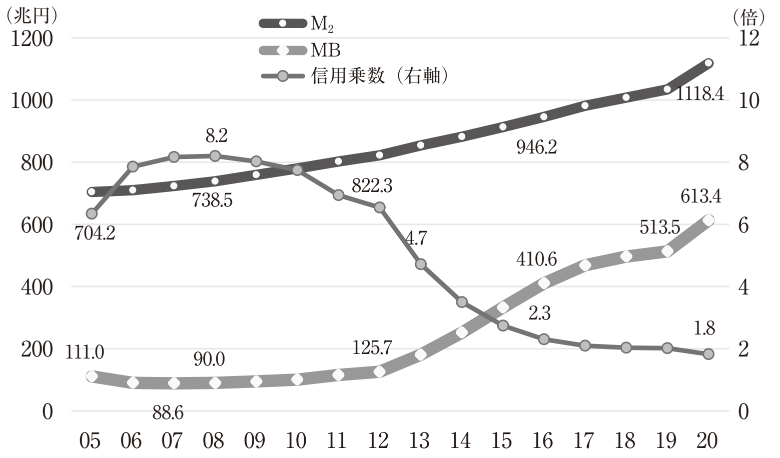
QQE の発動によって，MB だけが，2012年度末126兆円からみると，2020年末には613兆円と約５倍に膨れあがっている。国債買いオペによって当預が急増したからである。安倍第２次政権が始まる2012年度，当預総額は58兆円（図９参照）であったが，2020年末には523兆円と約９倍に膨張している。それに対して，日銀券や貨幣はそれほど増えていない。現金（キャッシュ）での取引は増えていないので，当然である。今日の取引における通貨のやりとりは，銀行の各口座間の記帳変更あるいは銀行間の記帳変更による通貨移動である。

経済主体の取引はこのような通貨移動で実行され，その増減に現れる。その指標としてマ

23）　安倍前首相は，この実務を知らずに，お金をジャブジャブ印刷すれば，景気がよくなると叫んだのであるが，日銀券は印刷レベルでは発行されたことにはならない。市中銀行が自らの当預から日銀券で以て，引き出す時点で，はじめて日銀券の発行となる。

24）　金融機関は，全国銀行協会に加盟しており，そこの「全銀システム」で清算され，「日銀ネット」を通して日銀当預で決済されている。詳しくは，全国銀行協会：全国銀行データ通信システムを参照されたい。

図10　日銀と民間銀行の信用供与推移



（注）　信用乗数＝ M_2 ÷ MB。
（出所）　日本銀行 HP「統計データ検索―マネーストック」

ネーストック（MSt）がある。それは「金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量」で，一般法人，個人，地方公共団体などの通貨保有主体（金融機関・中央政府を除いた経済主体）が保有する通貨（現金通貨や預金通貨など）の残高を集計したものである[25]。

このMStは実際の取引で使われる通貨量であり，金融部門から供与された信用と考えればよい。最も利用されているMSt指標は，次式のM_2である。

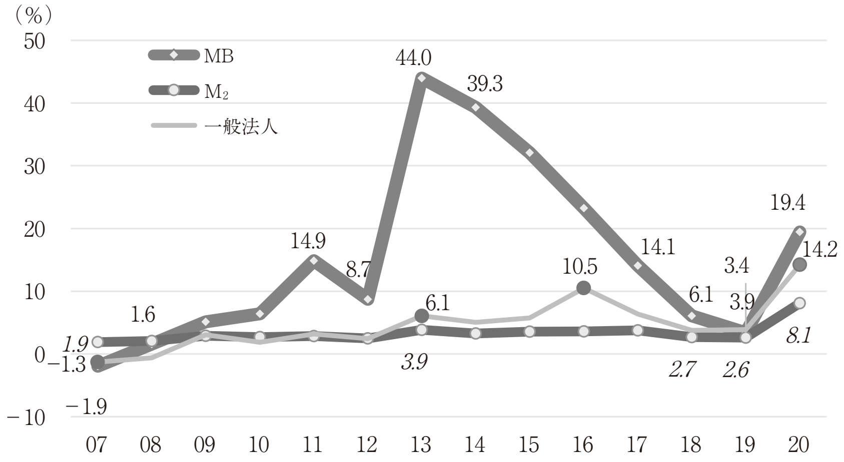
MSt=M_2(現金通貨＋預金通貨)＋準通貨＋CD(譲渡性預金)

それをグラフ上でみると，M_2の総額は，2012年度を基準にして，2020年末1118兆円，2012年度末822兆円を基準に比べると，30％増となっている。先のMBが240％（約2.4倍）と比べると，MBの増加率に比べて，圧倒的にM_2の増加率が小さいことが判明する。（図11参照）これをみても，中央銀行の資金供給それだけでは，市中の資金流通は増えないし，市場取引は単なる貨幣現象でないことは明らかである。信用乗数（M_2÷ MB）をみると，そのカーブは右下がりで，MBが増えても，M_2は増えないことが顕著に現れている。

図11は前図のMBとM_2の伸び率推移である。両者の対前年度からの増加率をグラフにしている。MBが2013年度に44％も急増して，その後増加率は低下しているが，2013〜17年度までは10％台の高い増加率である。これに対して，M_2は４％以下の低い増加率であり，昨今は３％を割り込んで，M_2は2019年度2.6％の増加率にまで低下している。当然，実体経済

25）　日本銀行HP調査統計局「マネーストック統計の解説」。

図11 MB，M_2の伸び率推移



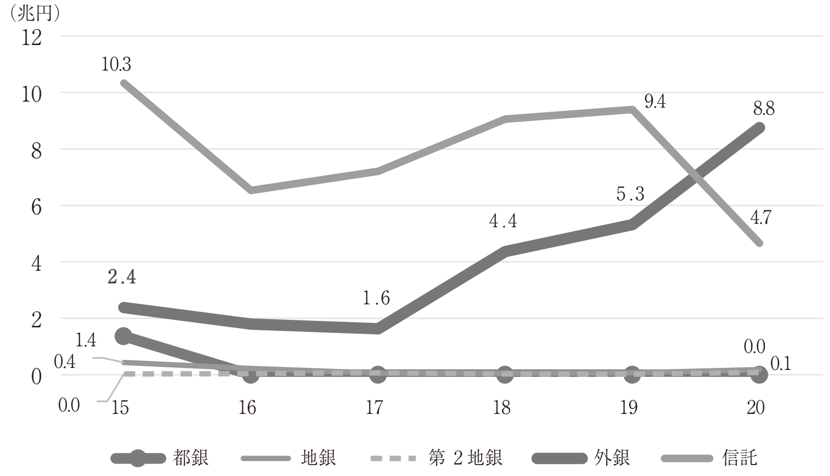
（注） 一般法人は，預金通貨＋準通貨の合計値
（出所） 日本銀行 HP「統計データ検索―マネーストック」

が活発にならなければ，市中に通貨は出回らないのである。中央銀行がどんなに通貨を供給しようとしても，市中の通貨流通量M_2が伸びることはない。

日銀は，2016年１月にマイナス金利政策を発表した。

これは，日銀当預の準備預金を① 所要準備額（銀行は預金等の一定割合（準備率）を日銀に預け入れなければならない法的制度で，ゼロ金利である），② プラス金利適用残額（2008年に補完準備制度を設けて，所要準備額を超える超過準備残高に0.1％の利息を付すことにした）に分けて，それを越える残高を③「政策金利残高」として，マイナス金利を適用することにしたのである。日銀当局は，銀行に貸し出しを増やすようにうながすことを意図したであろう。しかし，当預残高が増えるのは国債の買入増の結果である。当預残高を減らそうと意図するならば，日銀は国債購入を減らさなければならないはずである。この矛盾した政策の結果は，銀行側の資金運用に変化をきたした。これまで銀行側は，日銀当預に残せば0.1％の金利がつき，超低金利の現状では，それを当預に預けたままにしてもよかった。それが超過残高にはマイナス金利となるのだから，当然，銀行側は超過残高を減らし，日銀の当預残高が減ることになる。それ以降，図12のように，都銀だけでなく地銀や第２地銀も，この超過残高はゼロとしている。信託銀行も減額に転換しており，生命保険と外銀だけが若干増やしている。ただ，外銀の売買は変動が激しく，2014年度には国債を12兆円も買い付けており，それから比較すると５分の１に減少している。前述の日銀「資金循環統計」をみても，預金銀行の日銀預け金は，2016年以降，350〜360兆円と増えていない。ただ，2020年末

図12　当預のマイナス金利残高



（出所）　日本銀行 HP「業態別当座預金残高推移」

はコロナ禍で国債が大量に発行されたので，日銀の買付により，預金銀行の日銀預け金は増額しているが，これは特別な事情による。

当預から引きだされた資金は，どこへいったのか。精確に把握できないが，国内で運用されてはいない。国際収支をみると，対外証券投資がこの数年600兆円台で増加傾向にあったが，2020年末に869兆円と一挙に増大した。なかでも，中長期債に2019年度540兆円，2020年末504兆円と多額の投資がされている。米国の国債発行に投資されているのである。この動向は，今後注目しなければならない。

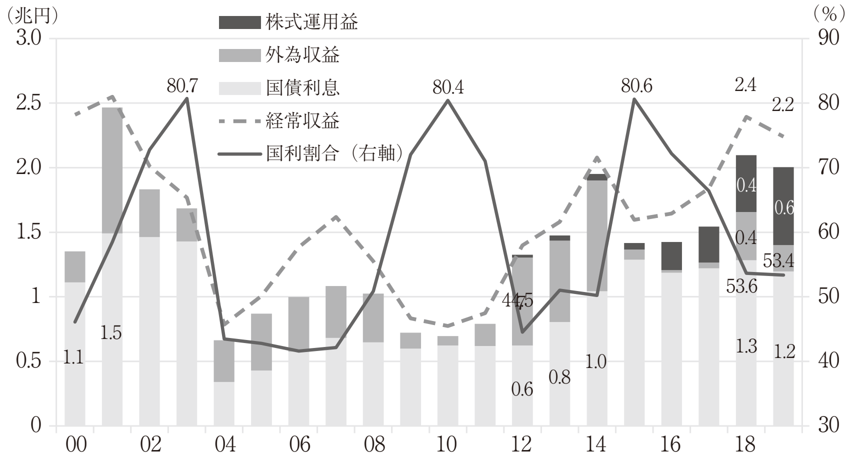
図13は日銀の収益構造の推移を示している。中身をみる。

・　国債の利息収入が，2018年度決算1.3兆円（収益の54％），2019年度決算1.2兆円（収益の55％）となっている。2019年度には，金利の影響もあって，若干低下している。この国債利息（図では国利割合と表示）は2003年度，10年度，15年度では収益の８割を超えていた。ほぼ毎年度，国債の利息収入が総収益の半分以上になっているのである。

・　貸付金が，2010年６月の「成長基盤強化を支援するための資金供給」導入によって増加していたが，その後，安倍政権下で梃子入れされて，2016年度から10兆円も増えている。にもかかわらず，その貸付利息は翌17年度から急減して，10数万円となっている。その総資産に対する割合は17.5％で，国債保有割合の74.6％と比べると，非常に低い。

・　株式運用益が，2018，19年度の株価上昇によって増加し，これが図13の国庫納付金増の要因となっている。しかし，2020度はコロナ騒動の影響もあって，株価の評価損が発生している。

図13　日銀の収益構造推移



（注）　国利割合とは，国債利息収入の総収益に占める割合をいう。
（出所）　日本銀行 HP「財務請書中損益計算書」毎年度版

・　外国為替をみると，日銀の QQE 発動以降，2013年から円安期になったので，収益をあげている。その円安傾向が2015年に止まり，若干円高にぶれたので，外為収益が減少していた。2018，19年度には，米国 FRB が金利を下げ，通貨供給を増やしたので，それに対応してドル債を補填買いしており，両２年間で計56兆円も外為に投下し，2020年３月末に外為資産は26兆円にもなって，収益が増加している。

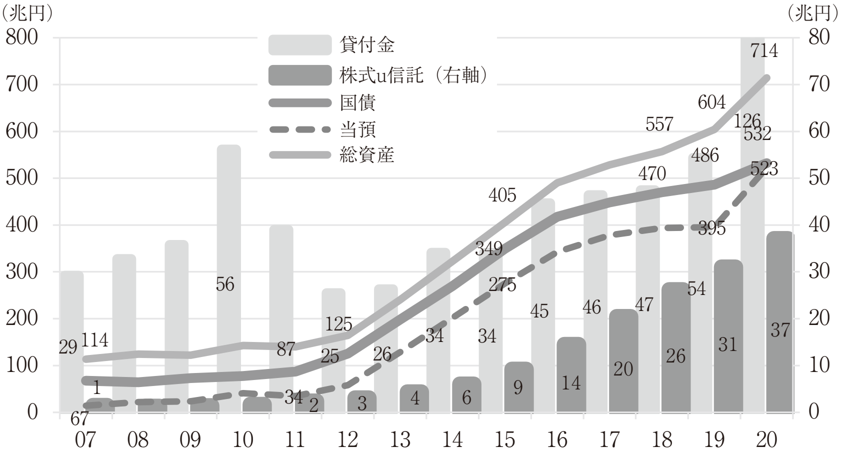
上述のように，日銀の収益は半分が国債利息であり，2014年度から１兆円を越えるようになっている。しかし，剰余金は増加していなかった。2019年度は株価が上がったので，剰余金が増加し，剰余金の約95％が，上納金として国庫に納められている。

2012年度上納金はグラフ上に表示できなかったが，マイナス金利政策後，2017年度から増加し始めた。2016年度4,800億円，17年度7,260億円，18年度5,576億円，19年度１兆2,305億円，20年度１兆1,582億円と１兆円を超えている。

日銀が QQE で国債を大量に購入し，その総額が500兆円に達し，日銀は国債浸しとなっている。2019年度決算で，利息が1.2兆円（概算で0.24％の利率），剰余金は1.3兆円発生している。国庫納付金として，1.2兆円（剰余金の95％）を政府に上納している。極端な言い方をすれば，国債を購入して，利息を受けとり，その大半を政府に献上しているのである。国債を引きとり，それが日銀の収益を形成するという不合理な構図である。

日銀のかかる資金運用は，民間ではなり立ちえない不合理そのものである。政府にお金を貸して，利息を受けとり，他方で利息分を返すという，リベート商法ともいえる。かかる中央銀行の行動は健全な金融政策とはなりえないし，不況対策としての意味がないだけでなく，

図14　日 銀 資 産



（出所）　日本銀行 HP「営業毎旬報告」毎年度版

政府の財政規律をなくすことにつながっている。

2013年度からの経緯をみると，2014年度に国債利息収入が１兆円を超えたが，剰余金が非常に少なかったので，国庫納付金が5000億円前後であった。2019年度に一挙に増えたのは，先述のように株式運用益が貢献しているからである。前述のように，日銀は国債利息で収益をあげて，それを国庫に納付しているのである。

図14は日銀資産を図示している。2019年度決算発表によると，保有する上場投資信託（ETF）の時価から簿価を差し引いた評価益は３月末時点で3081億円だった。前年同月末3.9兆円から92％減り，８年ぶりの低水準になった。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大で３月に日本株相場が急落し，ETF の評価益も大きく目減りした。

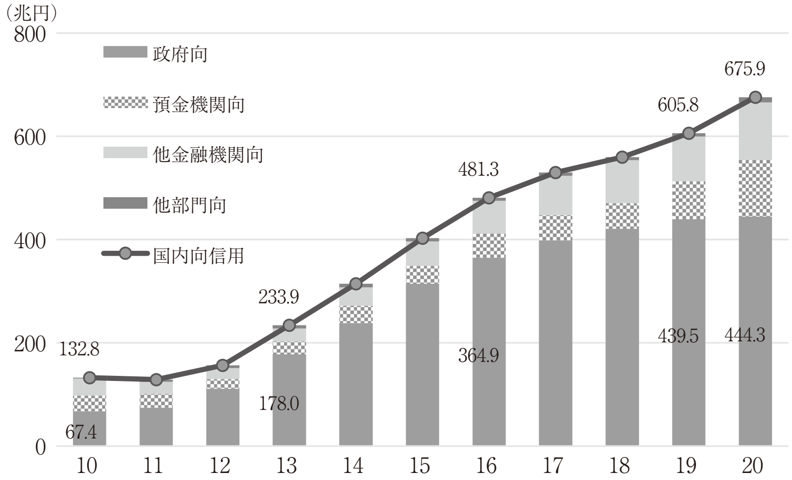
日銀の黒田東彦総裁は３月半ばの国会答弁で，日銀保有の ETF の評価損が２兆～３兆円規模に達しているとの試算を示していた。その後に相場が持ち直し，３月末の日経平均株価は損益分岐点の１万8500円程度を上回ったため，損失の発生は回避できた。ただ，ETF 購入の拡大や長期化に伴い，株安に弱い財務体質になっている。

保有する不動産投資信託（REIT）の評価益も３月末は467億円と６割近く減った。個別の保有銘柄の急落を受け，2010年に REIT 購入を始めて以来，初となる減損処理を実施した。

企業の最終利益にあたる剰余金は１兆2952億円と前年度の2.2倍に膨らんだ。将来の金融緩和の縮小時に生じうる財務悪化に備えた引当金の計上額を減らし，特別損失が小さくなったのが主因だ。剰余金を原資とする国への納付金は１兆2305億円だった[26]。

26）　日銀 HP（2010年６月導入）成長基盤強化を支援するための資金供給。

図15　日銀のマネタリー・サーベイ



（出所）　日本銀行 HP「統計データ検索―マネータリー・サーベイ」

図15は日銀のマネタリー・サーベイのグラフである。それは日銀や預金取扱機関の資金供給が，どの部門に回っているかを表示したもので，経済部門別の一定時点における資産，負債，純資産の状態を示すバランスシートである。中央銀行勘定と預金取扱機関勘定とを統合・調整し，その主要資産，負債を掲記している[27)]。ここでは，日銀の純資産を表示しており，線グラフは総資金量で，棒グラフが部門ごとの純資産量である。ここでも，政府向け資金（棒グラフの最下段）が拡大していることが分かる。この政府向けと預金銀行・その他の金融機関向け信用供与と比べても，政府向けの急拡大は異常としかいいようがない。

6．結　　び

経済は，貨幣で引っ張っていくわけではない。逆である。経済活動が活発化すれば，取引が盛んとなり，貨幣の必要が高まるので，信用を創造することになる。

アベノミクス以来，貨幣が経済活動を高めるという誤った政策がすすめられてきた。貨幣は，取引の交換・媒介機能だけでなく，蓄蔵機能や支払機能をもつようになった。もともと富は人間の生活必需品であり，それは人間が働いてつくった生産物である。しかし，経済の発展により，生産物の交換が拡大し，それにともなって貨幣流通が広がり，市場も拡大した。

市場に通貨・貨幣を供給する必要がある。通貨は今日では信用になっているので，信用創造することである。信用論をここで論じることではないので省略するが，実体経済での取引

27）　日本銀行 HP「マネータリー・サーベイの解説」。

が活発になれば，そこに取引を媒介する通貨が必要になる。金実物では高度資本主義の下の膨大な取引には制約が多すぎ，金本位制はとっくに消滅した。結局，貨幣の支払い機能が銀行の信用に依存するようになったのである。支払い機能は，時空を越えて機能するので，具象的な金実物ではなく，銀行の信用が堅ければ代用できる。

この銀行の信用は，実体経済の取引を前提して，供与される。すでに，われわれも紙幣ではなく，カードを多用している。それは銀行の信用であり，銀行の預金口座が担保となっている。この預金口座は，なんらかの取引（個人では実体経済で得られる給与等）からの収益・所得あるいは銀行からの借入れであるから，銀行の信用で成立している。銀行の信用創造は，経済主体の経済活動における取引に応じて，増減するものである。

国債は公信用であるが，それは国民に対する徴税権に基盤がある。国民経済が安定的であれば，公信用も高くなる。外債などは自国の経済力の範囲を超えて，国家行事（戦争や予期せざる災害）を実施するために，他国の公・私的信用に依存することであり，日本でも日露戦争時の外債発行は有名である。戦後は外債を発行しないことによって，日本の公債は信用が高いといわれてきた。では，国債の日銀引き取りはどうか。

日銀が銀行から国債を引き取る（引受ではない）ということは，逆に銀行の資産を日銀が買い上げるということになり，銀行の政府への信用創造を日銀が肩代わりすることである。市場の取引を活発にさせるために，通貨を供給するということは，通貨を供給すれば，取引が活発になるという仮説に立っているが，その効果は現れていない。逆だからである。

日銀も銀行であり，その信用は国法によるが，同時に安全資産があってこそ担保される。従来は，銀行の銀行として，日銀は「最後の貸し手」といわれるように，金融機関のバックにあった。経済成長が伸びているとき，日銀の資金供給は優良企業の融資手形などを割り引く貸付で担保されており，安全資産とされてきた。しかし，今日の日銀の資産は国債保有（対資産割合75%）によっている。その貸付金額[28]は，近年ほとんど変化していなかったが，この２年間は急増しているとはいえ，その対資産割合は18%に過ぎない。

日銀は，QQE 政策をイールドカーブ・コントロール政策と位置づけてきた。それは，短期金利は日銀当預残高の政策金利（前出）にマイナス金利を適用して低くし，長期金利は10年国債の金利が０%程度で推移するように長期国債を買い入れるという政策である。長期金利と短期金利の誘導目標を操作して，このイールドカーブ（利回り曲線）を適切な水準に維持するという政策である。こうして，長期金利を０%の目標に誘導できたと，黒田総裁はこの政策を自賛する。だが，世界的に低金利時代となっており，国債を大量購入することによ

28) 貸付増については，本稿は詳細の分析はできなかったが，それが実体経済における資金需要に応えるものにはなっていない。

ってできた効果とはいえない。もともと現代の低金利は過剰資本の排泄物であり，マネー経済＝先物・投機にたよる現代資本主義の腐敗現象である。端的に，あらゆる面に起きている格差に凝縮されている。

以上の分析から，日銀の国債引き取りは，「財政ファイナンス」になっており，公信用の阻害になり，円の信用にも悪影響を与える。世界の経済状況が変化して，金利上昇が起きようものなら，円安にすまない事態を引き起こすことになるだろう。超金融緩和策の出口は見通しをもっていない。

他方で，QQE の実体経済における投資増の効果はみられなかった。アベノミクス＝リフレ派説は，物価上昇という所期の目標には，なんらの効果もみられなかった。日銀は株式や投資信託を2013年から買い始めた。それが2020年５月末に，ETF（信託財産指数連動型上場投資信託-Exchange Traded Funds）等34兆円となって，８倍に増えている。GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人，2006年発足）が2019年度末に33兆円をもっている。両者で70兆円となり，上場企業の最大の株式の保有者となっている。これが，日本の株価を支えているといえる。それも，株式平均利回りは２％に停滞し，株価上昇の壁に突きあたっている。

日銀の異次元金融緩和策は，国債を買い入れて，「財政ファイナンス」に陥ってしまった。デフレ脱却という当初目標が未達となり，折からの世界的低金利に便乗して，株価と債券の上昇に貢献する役割へと，糊塗策になってしまった。